

# 得润电子 (002055)

证券研究报告

2020年02月27日

## 电动车第三轮扩张 欧系核心拐点向上

全球电动车经历：①2014-2016 年第一轮电动化浪潮，推动力来自中国高补贴下的电动客车和微车；②2016-2019 年第二轮高端电动化浪潮，推动力来自特斯拉的史诗级创新；③第三轮电动化浪潮，就是 2020 开启的欧系电动化，推动力来自欧洲传统汽车巨头，三年电动转型进入收获期，包括大众、宝马、奔驰、PSA 等集团电动平台车型的全面上市和放量。

新能源汽车产业链，经历两轮电动化浪潮后，龙头格局基本形成，继续重点推荐特斯拉产业链龙头。2020 年欧系电动浪潮将拉动新的成长龙头，创造下一个重大投资机遇，具备业绩增速高、成长空间大、估值弹性强的投资机遇。

**得润电子是电子连接器和线束的全球龙头。**公司 2012 年与德国最大的专业汽车电子连接器制造商之一 Kromberg & Schubert Group 成立合资公司科世得润，2014 年收购欧洲汽车电子龙头 Meta System，深度受益于汽车的电动智能网联产业趋势。其中，汽车电子业务高端供应链放量，预计电动车载充电模块 2020 开启盈利周期，车联网未来潜力广阔，线束业务锁定一汽大众 MEB 平台：

- ① 车载充电机 (OBC)：根据高压系统集成度不同，单车价值量 3000-6000 元，2025 年全球市场空间近 800 亿；公司重庆璧山工厂 30 万 OBC 产能全面达产，受欧洲电动车放量，业务有望高增长。
- ② 车联网产品 (OBD)：全球独家实现车险分成 (UBI) 模式，规模处全球领先地位，未来有望掘金中国万亿车险市场。
- ③ 汽车线束产品：公司为一汽大众线束核心供应商，锁定一汽大众 MEB 平台全生命周期 260 万辆订单，将于 2020 年量产。

### 投资建议：

我们预测：公司经历三年资本、研发和产能投入，经营进入全面拐点阶段。而 2019 年通过商誉和应收账款的减值计提后，2020 年财务状况将反转向。并且公司电动汽车和汽车电子营收净利占比有望全面扩张，预计将成为电动智能网联领域的核心投资标的。

2019-2021 年，我们预计公司营业收入分别为 70.7、88.1、104.4 亿元，归母净利润分别为-5.3、3.0、4.5 亿元（20-21 年为扣非净利润），EPS 分别为 -1.10、0.63、0.94 元/股。给予公司可比公司对应 2020 年 PE 均值 42 倍，对应目标价 26 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**欧洲电动化进度低于预期；大众 MEB 平台销量低于预期；家电及消费电子行业景气度低于预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,851.03	7,454.11	7,071.83	8,807.28	10,442.73
增长率(%)	27.65	27.40	(5.13)	24.54	18.57
EBITDA(百万元)	436.84	850.08	(204.60)	758.86	987.88
净利润(百万元)	174.76	261.02	(528.72)	302.29	453.14
增长率(%)	351.85	49.37	(302.56)	157.17	49.90
EPS(元/股)	0.36	0.54	(1.10)	0.63	0.94
市盈率(P/E)	48.23	32.29	(15.94)	27.88	18.60
市净率(P/B)	3.53	3.13	3.67	3.30	2.87
市销率(P/S)	1.44	1.13	1.19	0.96	0.81
EV/EBITDA	25.51	8.11	(50.87)	15.42	10.90

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电子/电子制造
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	17.57 元
目标价格	26 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	479.69
流通 A 股股本(百万股)	429.58
A 股总市值(百万元)	8,428.23
流通 A 股市值(百万元)	7,547.77
每股净资产(元)	5.73
资产负债率(%)	69.40
一年内最高/最低(元)	17.57/9.18

### 作者

**邓学** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518010001  
dengxue@tfzq.com

**潘暕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070005  
panjian@tfzq.com

**娄周鑫** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519020001  
louzhouxin@tfzq.com

**胡婷** 联系人  
huting@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

1. 汽车电子龙头 新能源业务快速发展.....	4
2. 新能源电气架构革新 汽车电子占比提升 .....	5
2.1. 连接器：下游广泛 市场走向集中 最大增量在新能源汽车 .....	5
2.2. 车载充电机 OBC：2025 年全球空间 780 亿元.....	11
2.3. 车联网：UBI 模式车联网兴起 OBD 后装空间广阔 .....	12
3. 得润电子：电动车第三轮扩张 欧系核心拐点向上.....	14
3.1. 消费电子连接器龙头供应商 .....	14
3.1.1. 深耕电子连接器多年 进军汽车线束实现业务成功转型 .....	14
3.1.2. 家电与消费电子业务是公司最为成熟最具规模的业务.....	15
3.2. 一汽大众线束核心供应商 锁定 MEB 平台订单.....	16
3.2.1. 新能源汽车提升汽车线束市场空间.....	16
3.2.2. 布局完整全面 覆盖高中低端市场.....	17
3.2.3. 科世得润成为大众 MEB 电动车平台线束核心供应商 .....	18
3.3. 欧洲新能源汽车拉动 车载充电机重庆工厂放量 .....	19
3.3.1. Meta 力争全球 OBC 核心供应商.....	19
3.3.2. 碳排放政策倒逼欧洲电动车销量快速增长.....	22
4. 估值建模.....	23
4.1. 公司基本情况&财务分析 .....	23
4.2. 盈利预测&投资建议 .....	25
5. 风险提示.....	26

## 图表目录

图 1：得润电子主要产品.....	4
图 2：公司发展历程 .....	5
图 3：连接器细分种类多样 .....	5
图 4：连接器总体市场规模 .....	6
图 5：全球各地区连接器市场占比 .....	6
图 6：中国 Top5 企业市场份额 .....	6
图 7：连接器应用领域分布 .....	7
图 8：城市&农村家电百户保有量（台/百户） .....	7
图 9：中国手机连接器市场需求（亿个） .....	7
图 10：国内笔记本类型关注度.....	8
图 11：中国智能可穿戴设备市场规模（亿元） .....	8
图 12：新能源汽车低压、高压线束.....	8
图 13：中国新能源汽车连接器市场规模预测（亿元） .....	9
图 14：主要连接器公司营业收入（万元） .....	10
图 15：主要公司毛利率（%） .....	10

图 16: LME 三个月铜期货价格走势 (美元/吨)	11
图 17: 车载充电机工作示意图	11
图 18: 特斯拉 Model3 集成模式	12
图 19: 车载充电机市场规模预测 (亿元)	12
图 20: 汽车 OBD 原理	13
图 21: OBD 盒子	13
图 22: 车载 T-Box	13
图 23: UBI 车险模式	14
图 24: 中国 UBI 车险市场规模预测 (亿元)	14
图 25: 2020 年 UBI 相关产业市场规模 (亿元)	14
图 26: 公司业务构成 (%)	15
图 27: 家电及消费电子营收&同比	15
图 28: 消费电子业务合作客户及产品	16
图 29: USB 电缆插头外形进化趋势	16
图 30: 中国新能源汽车销量&渗透率	17
图 31: 线束业务主要客户	17
图 32: 合资公司科世得润	18
图 33: 合资公司科世得润营业收入 (万元)	18
图 34: 合资公司科世得润净利润 (万元)	18
图 35: 大众 MEB 平台全球工厂	19
图 36: Meta 主要业务领域	20
图 37: meta 目前股权比例	20
图 38: 欧洲新能源汽车销量&渗透率	22
图 39: 公司股权结构	23
图 40: 公司营业收入及毛利率	24
图 41: 公司净利润及净利率	24
图 42: 2016-2019H1 公司业务板块营业收入 (单位%)	24
图 43: 公司 2016-2019H1 业务板块毛利率 (单位: %)	24
图 44: 全球新能源车销量预测 (2018-2025E)	25
表 1: 全球汽车连接器规模预测	9
表 2: 中国主要汽车线束企业	10
表 3: 公司高端汽车线束业务主要客户及项目	19
表 4: meta 估值水平变化	21
表 5: meta 已获 OBC 订单情况	21
表 6: 重庆璧山投资情况	21
表 7: 重要控股子公司业务及盈利情况 (单位: 万元)	23
表 8: 得润电子业务分拆预测	25
表 9: 得润电子可比公司分析 (截止日期: 2/26)	26

## 1. 汽车电子龙头 新能源业务快速发展

连接器龙头进军汽车领域，新能源业务快速发展。公司主要产品涵盖消费电子领域及汽车电子领域（主要包括汽车连接器及线束、安全和告警传感器、车载充电模块和车联网等）：

（1）**家电与消费电子是公司最成熟的业务。**公司是国内家电连接器的龙头，FPC 持续升级技术，Type C 业务规模加大，透镜产品高速发展并向汽车业务领域延伸；（2）**汽车电气系统不断获得新订单。**持续拓展获一汽大众（包括 MEB 在内）、沃尔沃等订单。（3）**新能源汽车业务产能加速扩张，不断斩获新客户。**先后获得宝马、PSA、大众、保时捷、东风、吉利等国内外知名汽车厂订单；随重庆璧山生产基地放量，将为公司打开新的成长空间。

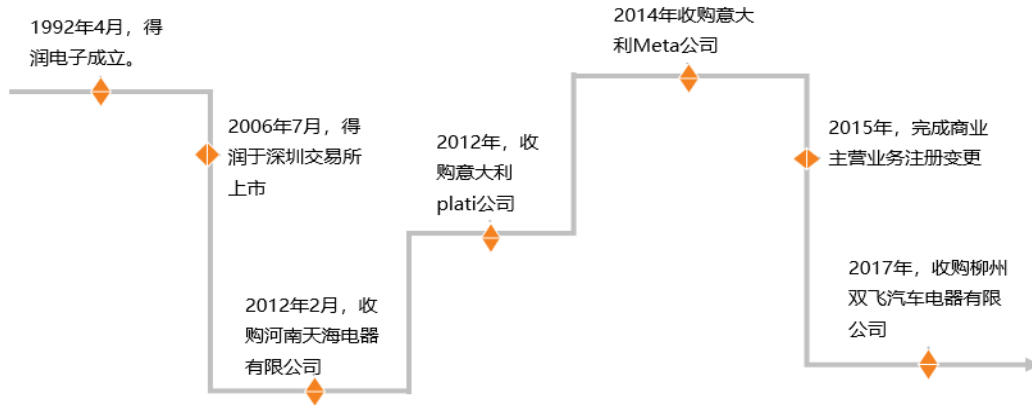
图 1：得润电子主要产品



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**并购进军汽车新能源，着力发展 OBC（车载充电器）。**公司成立于 1992 年，2006 年于深交所上市。公司通过并购快速获得新市场，并取得全球汽车巨头的核心供货资格，目前拥有向全球市场供货的能力和业务平台：（1）**汽车线束业务保持快速发展：**2012 年，收购意大利帕拉蒂和 CAEG（核心为河南天海电器）旗下汽车连接器和线束业务的整体资产；2016 年，收购柳州双飞，覆盖更多层次和领域的汽车厂商客户；2018 年，合资公司科世得润首获沃尔沃全新电气系统线束产品订单，在高端客户上取得重大突破。（2）**进军新能源领域实现快速拓展：**2015 年，收购具有全球领先的车载充电机技术的意大利 Meta，在供应宝马 i3 基础上陆续成为 PSA、大众等车载充电机项目全球供应商。此外，Meta 成熟的车联网产品 OBD 在欧洲拓展顺利，市场占有率于 2018 年进一步提升。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. 新能源电气架构革新 汽车电子占比提升

### 2.1. 连接器：下游广泛 市场走向集中 最大增量在新能源汽车

连接器在电子设备中主要用于实现电线、电缆、印刷电路板和电子元件之间的连接，进而起到传输能量和交换信息的作用。连接器可以增强电路设计和组装的灵活性，不可或缺的关键组件。连接器的结构日益多样，应用领域也不断增加，根据其外形、功率和结构可分为矩形、圆形、射频、光纤、非接触等多种类型。

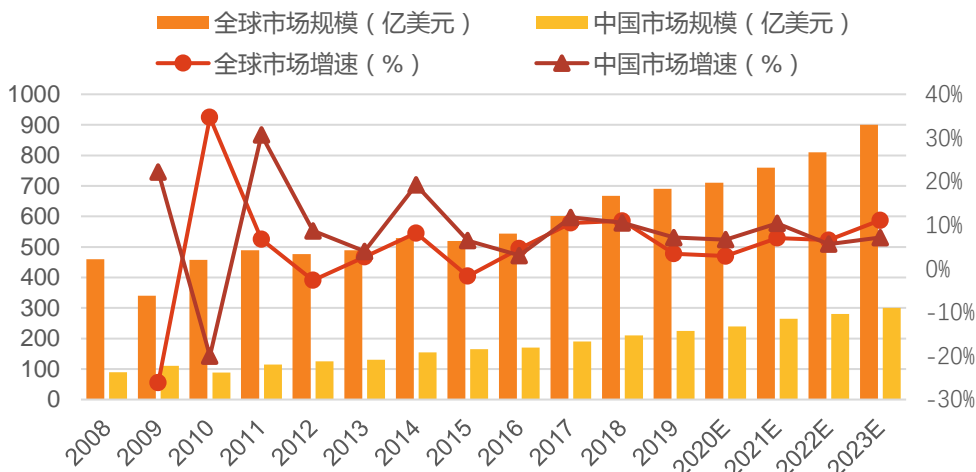
图 3：连接器细分种类多样



资料来源：龙科电子，天风证券研究所

连接器全球市场规模保持稳定增长，中国市场增速领先。根据智研咨询的数据，2019 年全球连接器市场规模将近 700 亿美元，自 2012 年以来年复合增长率约为 5%。其中 2019 年中国地区连接器市场规模占三分之一，约为 220 亿美元，是全球最大的连接器市场。中国连接器市场近 20 年间年复合增长率高达 23%，远高于全球市场年复合增长率 4%的水平。

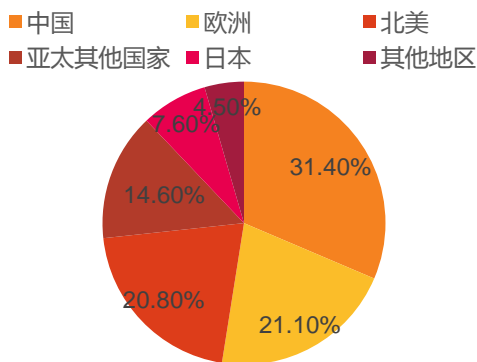
图 4：连接器总体市场规模



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

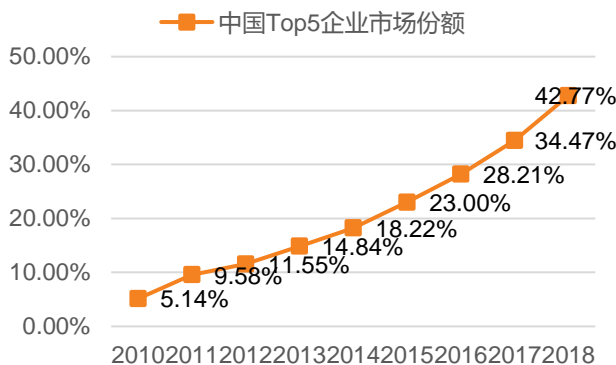
**中国连接器市场规模全球第一，行业集中度持续提升。**随着产业链转移、外企来华设厂以及家电、消费电子行业需求高增长，我国连接器市场不断扩张，2018 年我国连接器市场占据了全球 31.4% 的市场份额，其次为欧洲、北美市场，分别占比 21.1%、20.8%。目前我国连接器市场在从分散走向集中。根据营收规模来看，我国连接器前五大企业分别为立讯精密、长盈精密、中航光电、得润电子和航天电器，CR5 市占率从 2010 年的 5% 提升至 2018 年的 43%，行业集中度大幅提升。

图 5：全球各地区连接器市场占比



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

图 6：中国 Top5 企业市场份额



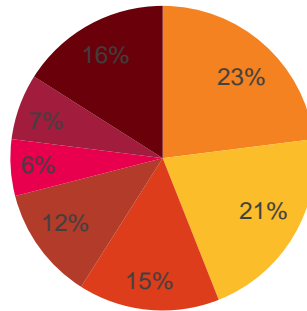
资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

目前，连接器被广泛应用于汽车、通讯、航空航天、军事装备、计算机、工业、家用电器等领域。其中，汽车领域连接器占比最大，占全球连接器市场的 23% 左右；通信领域紧随其后，占比 21%；消费电子、工业领域占比也在 10% 以上。



图 7：连接器应用领域分布

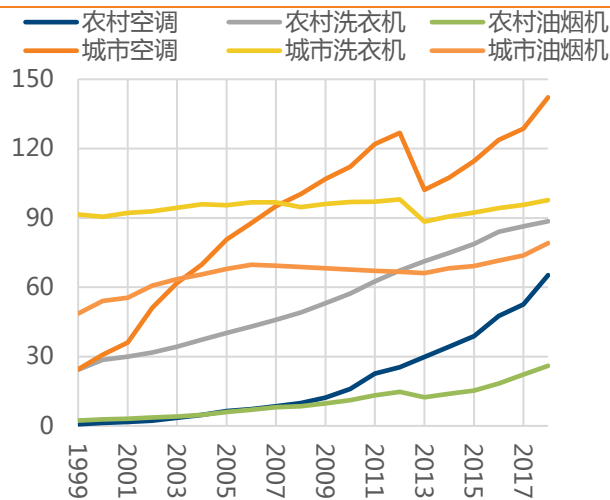
■ 汽车 ■ 通信 ■ 消费电子 ■ 工业 ■ 军工 ■ 轨交 ■ 其他



资料来源：中商产业研究院、天风证券研究所

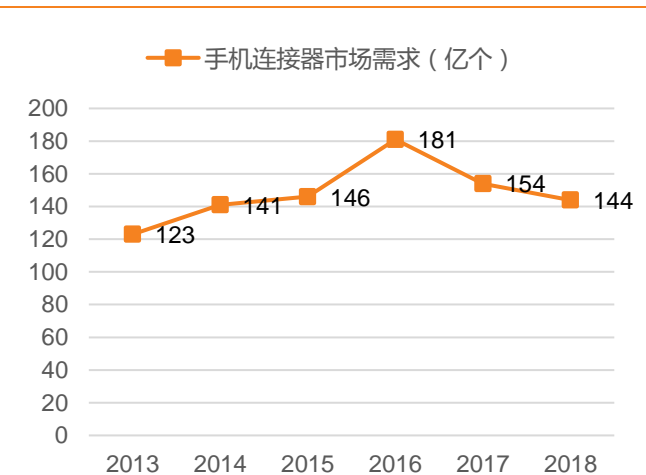
**家电、消费电子行业连接器空间仍存。**分市场来看，我国家电市场需求在未来仍有空间，农村与城市的家电百户保有量差距不断减小，但仍有一定差距，为未来家电及其连接器市场提供较大空间。手机作为消费电子领域的核心产品，也是连接器市场的重要组成部分。近年来，随着手机出货量的不断走高，手机连接器市场规模逐年扩大。以每台手机需要 8 个连接器计算，2018 年全国手机连接器市场需求量可对应达到 144 亿个，随着 5G 手机、Type C 等新技术的逐步普及，未来手机连接器市场前景广阔。笔电市场虽然增速有所放缓，但随着游戏本等高性能的产品需求不断扩大，笔电连接器市场依然有替换空间。近年来，智能可穿戴设备持续火热，目前市场上主要有智能手表、智能眼镜、智能手环、耳带式设备、健康穿戴、体感控制等设备。根据艾瑞咨询的数据，2020 年中国智能可穿戴设备市场规模将达到 767.4 亿元。

图 8：城市&农村家电百户保有量（台/百户）



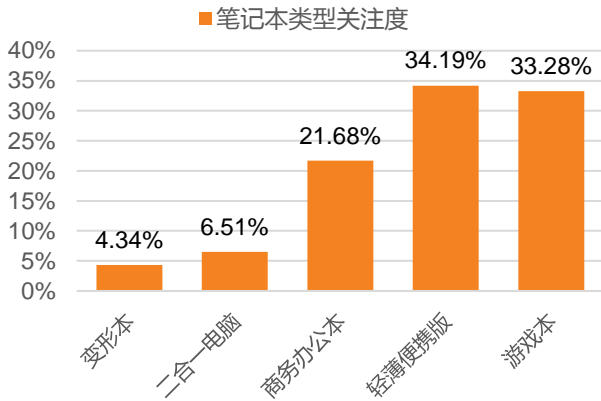
资料来源：Wind、国家统计局、天风证券研究所

图 9：中国手机连接器市场需求（亿个）



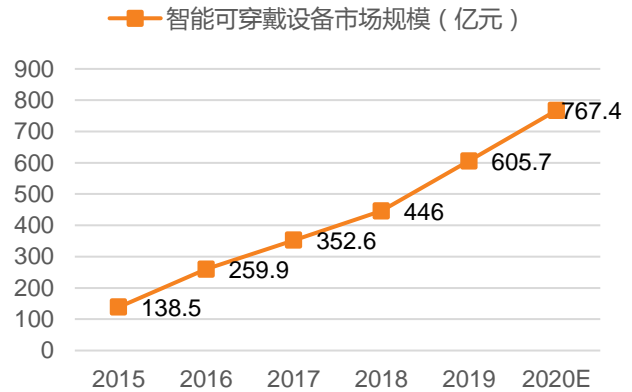
资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

图 10：国内笔记本类型关注度



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

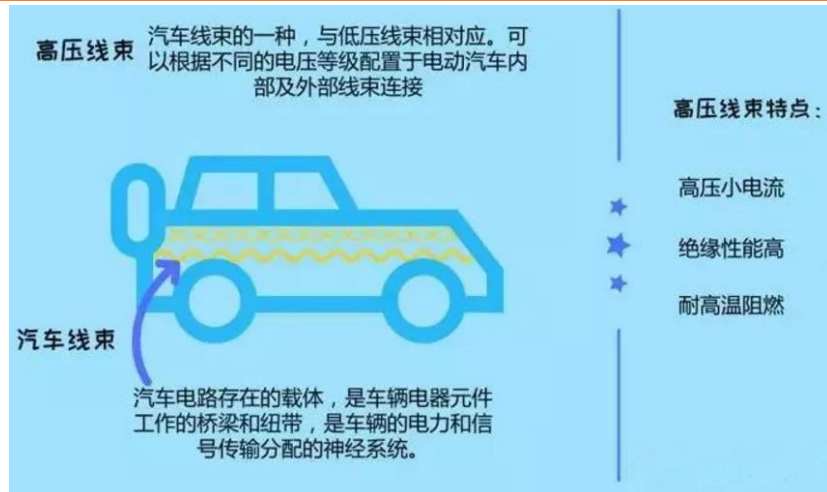
图 11：中国智能可穿戴设备市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

汽车行业对于连接器的需求量较大。一般汽车需要用到的电子连接器种类有近百种，单一车型所使用的连接器达到 600-1000 个，应用主要集中在发动机管理系统、安全系统、娱乐系统等方面。传统汽车中的电路电压在 14V 左右，连接电路使用低压连接器，新能源汽车的控制系统同样采用此种电路。而新能源汽车的动力系统需要使用高压连接装置，以实现充电基础设施（充换电站和充电桩）和电动汽车以及电动汽车内部部件的连接。充电桩与汽车进行连接的充电枪、电池更换的换电连接器以及各种类型的车载连接器都属于新能源汽车高压连接器。新能源汽车电气化程度高，内部动力电流及信息电流错综复杂，因此对于连接器及线束产品的需求相对于传统汽车更高。传统汽车连接器单车价值约 1500-3000 元，新能源汽车电气化程度高，在传统低压线束之外装载了高压系统，单车线束价值总计可达 3000-5000 元。

图 12：新能源汽车低压、高压线束



资料来源：电动知家、天风证券研究所

根据我们的预测，全球汽车连接器市场规模到 2025 年预计将增长到 2700 亿元，其中新能源汽车连接器占比 15%，达到 420 亿元。从 19 年至 25 年，汽车线束市场空间增量中，78%均将来自于新能源汽车。

核心假设：

- 传统汽车内的连接器（端子+线束）的价值约 2500 元，而新能源汽车中则达到了 3500 元。
- 全球汽车销量的增速为 3%；新能源汽车到 2025 年增长至 1200 万辆。
- 传统汽车线束由于电气架构改革，线束长度有所减少；新能源汽车线束长度虽然可能



大幅降低，但 ADAS 渗透将带来新增线束需求，总体单价维持不变；

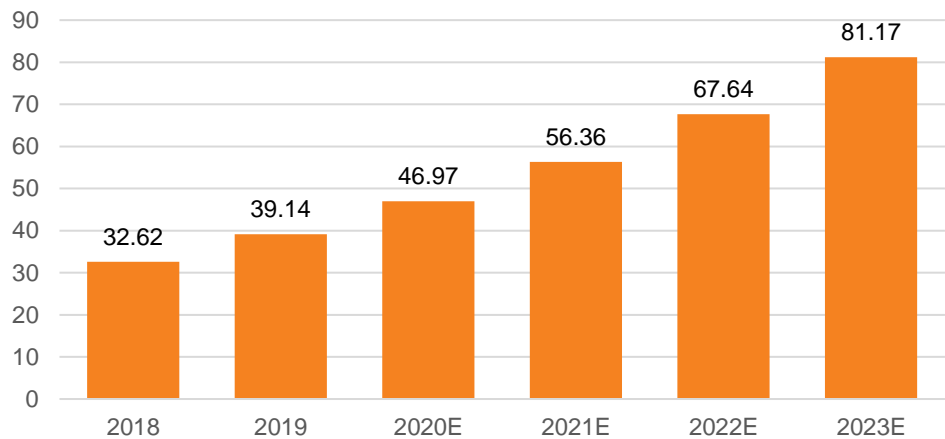
表 1: 全球汽车连接器规模预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
传统汽车销量 (万辆)	8811	9018	9220	9380	9501	9606	9585
新能源汽车 (万辆)	221	285	362	490	665	865	1200
<b>总销量:</b>	<b>9032</b>	<b>9303</b>	<b>9582</b>	<b>9870</b>	<b>10166</b>	<b>10471</b>	<b>10785</b>
<b>连接器单车价值 (万元)</b>							
传统汽车:	0.25	0.25	0.25	0.24	0.24	0.24	0.24
新能源汽车:	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
<b>市场规模 (亿元)</b>							
传统汽车	2202.8	2254.5	2305.0	2251.1	2280.1	2305.3	2300.3
新能源汽车	77.4	99.8	126.7	171.5	232.8	302.8	420.0
<b>合计</b>	<b>2280.1</b>	<b>2354.2</b>	<b>2431.7</b>	<b>2422.6</b>	<b>2512.9</b>	<b>2608.1</b>	<b>2720.3</b>

资料来源: EVTank, 天风证券研究所

**中国连接器市场将受益于新能源汽车规模攀升，迎来快速增长期。**中国作为新能源汽车市场的核心产地，新能源汽车连接器的需求占比较大。随着新能源汽车市场的不断发展，预计未来我国新能源汽车连接器市场规模将快速上升，到 2023 年预计将达到 81.17 亿元。

图 13: 中国新能源汽车连接器市场规模预测 (亿元)



资料来源: 前瞻经济学人、天风证券研究所

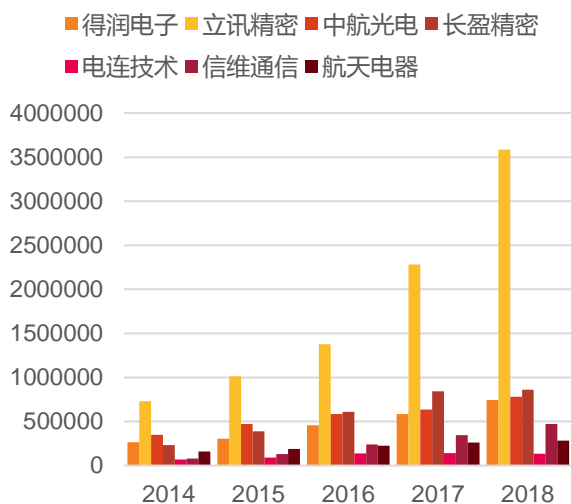
**我国连接器供应商主要以供应中低端连接器为主，高端连接器占有率较低。**虽然我国是全球第一大连接器市场，但由于我国连接器行业起步相对较晚，生产的连接器主要以中低端为主，高端产品的市场占有率较低。全球范围内，泰科、德尔福、安费诺、莫仕等欧美厂商以及矢崎、住友电工等日本企业具备较强的行业竞争力和市场占有率。国内市场，中航光电、航天电器等企业主营军用和航用的连接器，具有较高的盈利水平。立讯精密、得润电子等企业在家电、消费电子领域具有一定优势。

表 2：中国主要汽车线束企业

外资品牌代表		
 <b>YAZAKI</b>	矢崎-日本 年产值：USD11720 百万 配套客户：奥迪、福特、通用、丰田、本田、日产、铃木、北京现代、北京吉普等	 <b>住友電工</b>
合资品牌代表		
 <b>DELPHI</b>	德尔福派克-中美合资 年产值：RMB8600 百万 配套客户：上海通用、上海大众、长安福特、上汽集团、东风日产、东风标志、奇瑞、江淮等	 <b>住润电装</b>
自主品牌代表		
 <b>THB</b>	天海集团-中国 年产值：RMB3600 百万 配套客户：一汽、东风、长城、奇瑞、通用汽车、克莱斯勒、菲亚特等	 <b>雙飛</b>
		柳州双飞-中国 年产值：RMB700 百万 配套客户：上汽通用五菱、东风柳州、桂林客车、广西柳工、柳州特种汽车厂（一汽）等

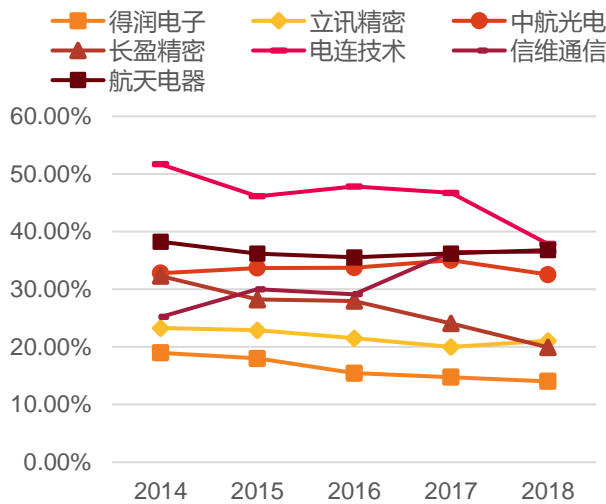
资料来源：智享汽车圈、天风证券研究所

图 14：主要连接器公司营业收入（万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15：主要公司毛利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

连接器产品的上游产业主要为制造连接器所需的各项原辅材料，包括金属、塑胶、电镀材料等，受铜价影响较大。材料占比由大到小依次为：金属、塑胶、电镀材料。其中，金属材料主要用于制作连接器端子，为避免电子信号在传输过程中受到阻碍或衰减，多采用黄铜或磷青铜为原料制作铜合金板片；塑胶一般用于制作连接器产品的外壳；电镀材料较常使用镀金、镀锡，其次为镀镍和镀银。铜价的走势对连接器企业成本的影响较大，近几年铜价虽然有所波动，但幅度不大，呈小幅震荡态势。

图 16: LME 三个月铜期货价格走势 (美元/吨)

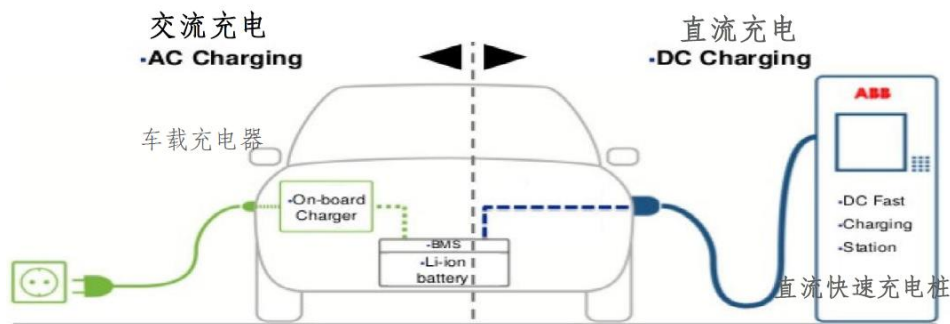


资料来源: Wind、天风证券研究所

## 2.2. 车载充电机 OBC: 2025 年全球空间 780 亿元

OBC 车载充电机 (On-board Charger) 提供电动汽车动力电池充电能力的车载组件, 为新能源高压系统重要组成部分之一。OBC 根据 BMS 提供的数据, 动态调节充电电流、电压, 安全完成充电过程。车载充电机通过插座和电缆与交流插座连接, 以三相或单相交流电源向电动汽车提供充电电源。车载充电机的优点是不管车载蓄电池在任何时候、任何地方需要充电, 只要有充电机额定电压的交流插座, 就可以对电动汽车进行充电。

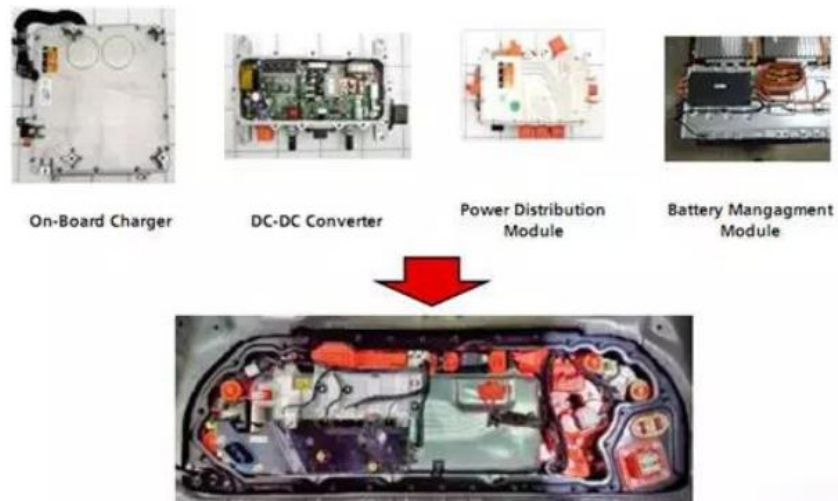
图 17: 车载充电机工作示意图



资料来源: ABB 官网、天风证券研究所

**新能源高压系统电控集成化能有效降低成本,提高效率,是未来发展趋势。**传统的新能源车载充电机是独立的零部件设计, 随后出现了 OBC+DCDC 转换器的二合一, 从起初的物理层面的集成(结构共用), 到电子电气 (E/E) 层面的集成, 再到热管理的集成, 最后到整体方案的集成优化, 是一种循序渐进提升高压系统集成度的演变思路。现有的新技术已可达成 OBC+DCDC+PDU(电源分配单元)+BMS (电池管理系统) 的四合一, 很大程度上促进了高压电控系统的简化和模块化。电控集成化技术在未来仍将继续渗透, 未来新能源车高压电控系统成本随集成度提升可降低 15-20%, 对供应商来说, 有从单一部件到供应集成系统, 配套单车价值大幅提升的机会。

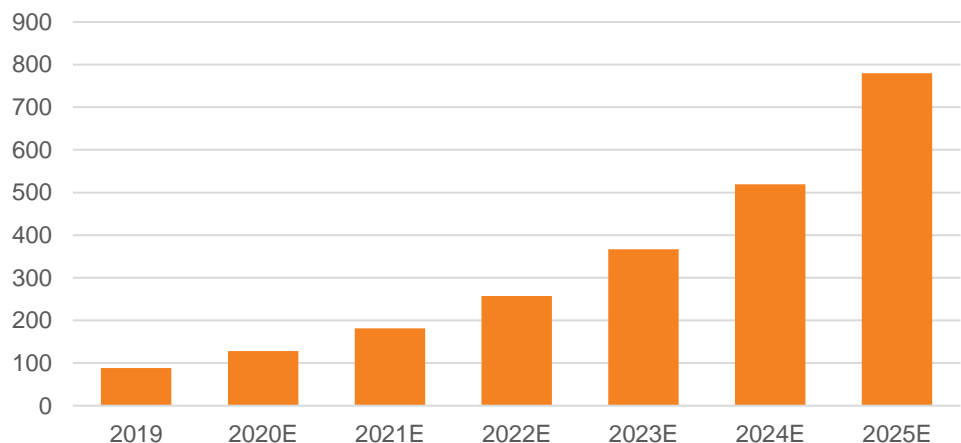
图 18：特斯拉 Model3 集成模式



资料来源：电车资源、天风证券研究所

车载充电机是新能源汽车必不可少的核心零部件，其市场规模随着新能源汽车市场的快速增长而扩大。2019 年，全球电动汽车车载充电机市场规模约 88 亿元，未来几年随着新能源汽车产量的逐年提升，预计到 2025 年新能源汽车车载充电机市场规模将达到 780 亿元。

图 19：车载充电机市场规模预测（亿元）



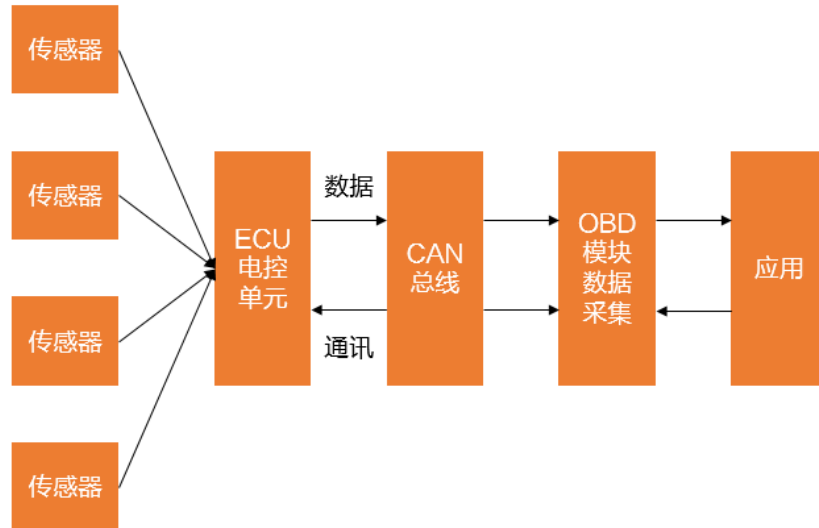
资料来源：EVTank，天风证券研究所

### 2.3. 车联网：UBI 模式车联网兴起 OBD 后装空间广阔

OBD（On-Board Diagnostic，车载诊断系统）是一种为汽车故障诊断而延伸出来的检测系统，装置通过监测多个系统和部件，包括发动机、催化转化器、颗粒捕集器、氧传感器、排放控制系统、燃油系统、EGR 等，可以使汽车相关的油耗、排放、轨迹、驱动性等信息的读取标准化。

随着经济全球化和汽车国际化的程度越来越高，作为驱动性和排放诊断基础，OBD 系统得到越来越广泛的实施和应用。除了排放与故障检测之外，结合物联网、辅助驾驶、智能控制技术的新型车载诊断系统可以针对个人和企业车辆的状态进行实时的监控和统计分析，直观掌握司机及车辆行为，大幅度提升对车辆情况的管理效率。

图 20：汽车 OBD 原理



资料来源：众视媒体，天风证券研究所

从最初的自检系统到如今的智能网联，OBD 的发展反映了行业随时代需求发生的改变，以及新兴技术进入传统行业后给传统行业带来的新生机。近年来，很多厂商正寻求 OBD+ 的解决方案，让传统汽车电子产品能够注入车联网的基因。通过 OBD 产品对设备进行供电，让车辆数据联网，具备车联网业务功能。随着 OBD 信息采集传感器的增多，大量的数据可以被联网和分析，这将有助于人车交互和智能驾驶的发展，共同推动车联网的发展。

目前市场上主流的 OBD 车联网应用是 OBD 盒子。其连接方式一般分为两类：蓝牙连接（优驾、腾讯路宝等）和 SIM 卡连接（iVoka MINI X、智驾盒子等）。前者的优点在于能实时传递行车数据，而后者则具备安防功能。另一种 OBD 应用是 Telematics BOX，即车载 T-BOX，车载 T-BOX 主要用于和后台系统/手机 APP 通信，实现手机 APP 的车辆信息显示与远程控制，T-BOX 主要市场在 OEM 前装市场，而 OBD 市场主要为 AM 后装市场。

图 21：OBD 盒子



资料来源：物联网资本论，天风证券研究所

图 22：车载 T-Box



资料来源：NXP，天风证券研究所

OBD 发展催生出 OBD+UBI 车险新模式。UBI 全称 Usage-Based Insurance，也就是基于使用行为的车险。和目前的传统车险相比，传统车险是基于新车售价来定价的，越贵的车保险费越高，而 UBI 是基于车辆的当前状况来定价的，这种方式通过读取大量的行车数据，根据自己设计的合理的算法去分析驾驶员的驾驶行为和车辆当前的健康状况，综合判断保险公司有多大的概率要掏腰包替车辆的损失买单。在美国，93%的美国 80 后都会选择买 UBI 车险，这得益于他们成熟的数据收集（OBD），数据传输（车联网），数据分析（云计算），数据使用（云平台）等一系列解决方案。



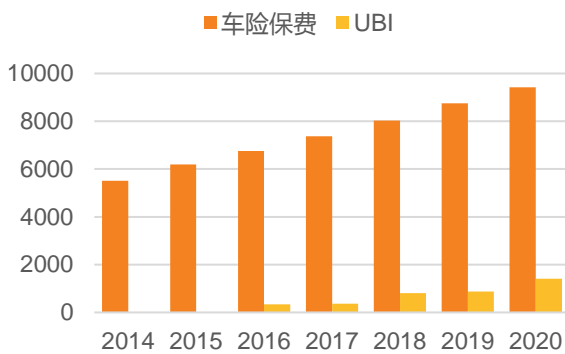
图 23：UBI 车险模式



资料来源：加一宝，天风证券研究所

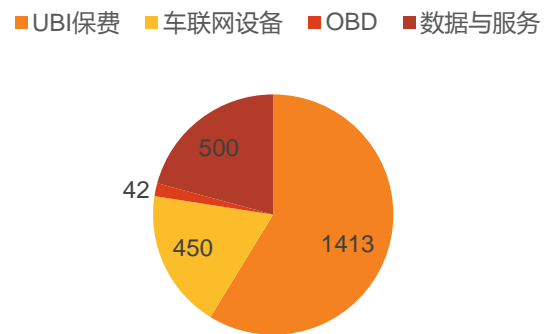
在国内对于 UBI 车险的认知还处于起步阶段，UBI 保险渗透率远低于欧美发达国家。近几年，保险新“国十条”以及保险行业的内在需求正不断推动 UBI 保险的发展。5G 等通讯技术的提升将会加速 OBD 等智能硬件和车联网的发展。这些利好都将推动 UBI 保险在我国的发展，我国 UBI 保险市场空间有望达千亿级别。其中，OBD 等车联网硬件设备成空间可达近 500 亿。

图 24：中国 UBI 车险市场规模预测（亿元）



资料来源：普华永道思略特、天风证券研究所

图 25：2020 年 UBI 相关产业市场规模（亿元）



资料来源：普华永道思略特、天风证券研究所

### 3. 得润电子：电动车第三轮扩张 欧系核心拐点向上

#### 3.1. 消费电子连接器龙头供应商

##### 3.1.1. 深耕电子连接器多年 进军汽车线束实现业务成功转型

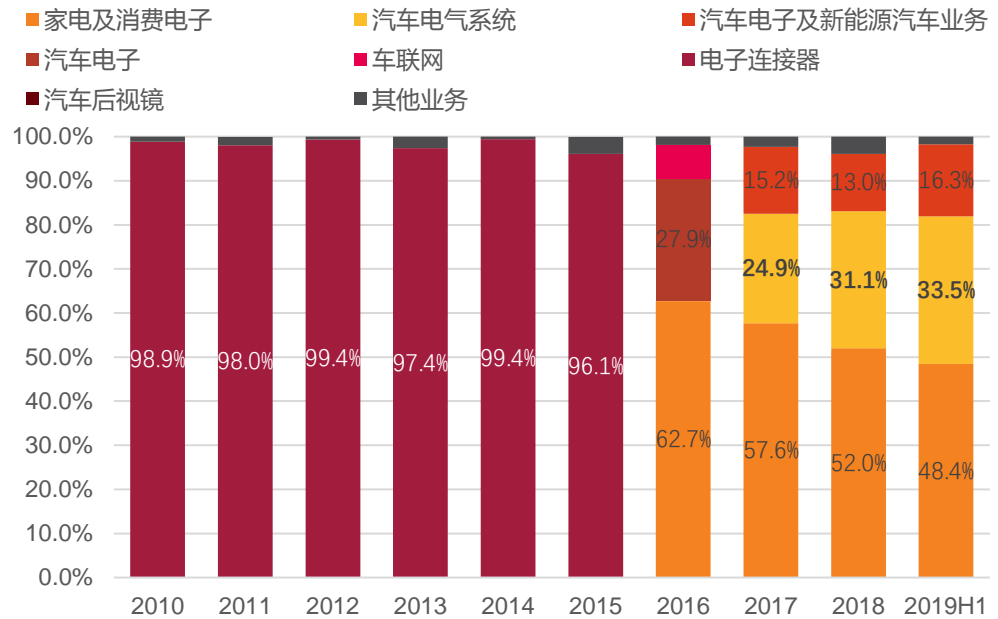
公司专注电子连接器研发、制造和销售，为公司第一大业务。电子连接器下游主要涉及：

- 1) 家电&消费电子领域（主要包括家电&消费电子连接器、LED 连接器、FPC、通讯连接器等）
- 2) 汽车领域（主要包括汽车连接器、汽车线束等）。

19H1,公司电子连接器业务占比 81.9%。其中,家电&消费电子占比 48.4%,汽车占比 33.5%。



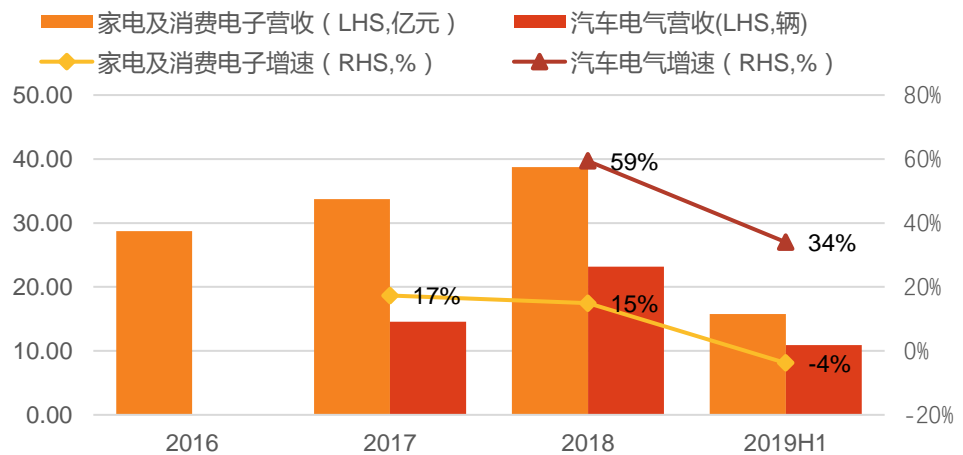
图 26：公司业务构成（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

**立足家电&消费电子领域，深入发展汽车电子线束业务。**公司传统连接器业务集中于家电、电脑线束和连接器领域，汽车线束业务主要始于 2012 年收购 Plati，并与德国 KROSCHU 成立合资厂科世得润，2016 年公司收购了柳州双飞汽车，深入汽车线束领域。此后将汽车线束业务作为公司坚持稳定发展的一大基本模块。自 2016 年来，公司家电及消费电子线束业务营收保持稳定增长，17、18 年营收增速分别为 17%、15%，19 年上半年，受中美贸易争端以及合并报表范围变动等影响，家电及消费类电子业务营收及占比有一定幅度下降，而汽车线束业务占比快速提升，且将与汽车电子及新能源汽车业务一并逐渐成长为公司第一大业务支撑板块。

图 27：家电及消费电子营收&同比



资料来源：wind、天风证券研究所

### 3.1.2. 家电与消费电子业务是公司最为成熟最具规模的业务

**优质的国内外客户群是公司消费电子业务发展的重要资源。**公司在国内消费电子连接器市场与众多龙头家电、消费电子龙头企业建立了供货关系。公司在新一代连接器 USB 接口 Type C 及相关产品、FPC、LED 支架以及透镜和镜头产品均具有布局，为众多国内外知名客户配套供应产品，领先市场。

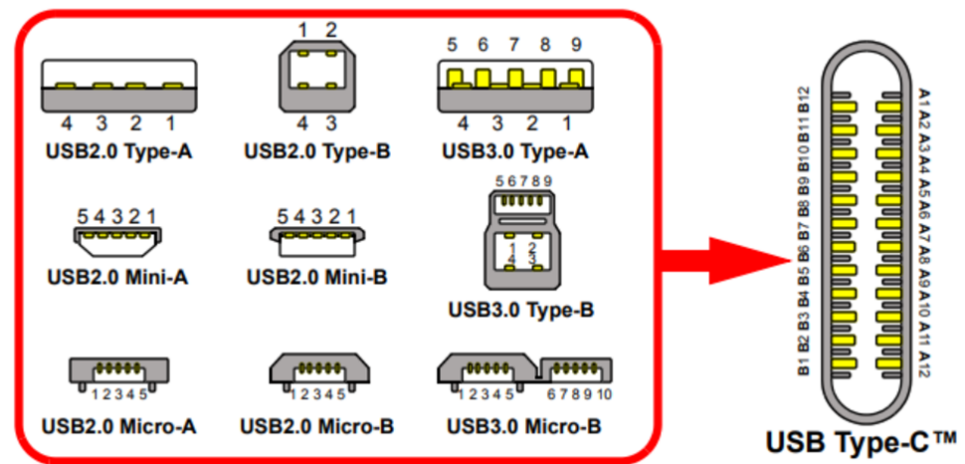
图 28：消费电子业务合作客户及产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

USB TYPE-C 成为下一代连接器主力产品。在外形上，USB Type-C 较 USB Type-A，高度、体积大大减小，且无需区分正反、针脚达到 24 个。在性能方面，USB3.0 较 USB2.0，加入 5 个全新引脚，且供电能力由 500mA 提升至 900mAh，速度达到 5Gbps；随着 USB3.1、USB3.2 相继推出，数据传输速度翻倍提升。Type-C 标准端口连接器是公司电脑、手机连接器业务的重点方向，具有全功能、正反插、双向传输、尺寸小、速率高等多项技术优势，公司出货量不断提升，包括 2.0、3.0 和防水接口。在电脑业务方面进入联想、惠普供应链，在手机业务方面，与华为合作进行产品研发。随着国际大厂对 Type-C 的进一步推动并加快切换过程，公司 Type C 业务规模加大，业绩将持续释放。

图 29：USB 电缆插头外形进化趋势



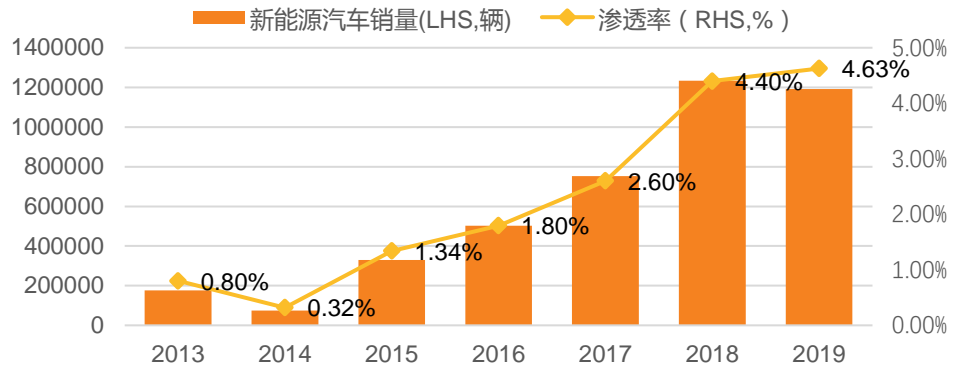
资料来源：什么值得买，天风证券研究所

### 3.2. 一汽大众线束核心供应商 锁定 MEB 平台订单

#### 3.2.1. 新能源汽车提升汽车线束市场空间

汽车行业电动化、智能化发展路线明确。2013 年至 2019 年，国内新能源汽车销量由 17.6 万增加至 119.1 万，年均复合增长率 37.54%，渗透率由 0.8%持续提升至 4.63%，未来有较大上升空间。智能网联对 5G 高速传输、图像传输等的要求增加，公司在高速传输连接技术方面有深厚积累和优势，新能源汽车对高压线束的需求也将促进公司汽车线束业务的进一步提升。新能源汽车线束单价远高于传统燃油车，随着新能源汽车销量占比不断提升，汽车线束市场空间将进一步增加。

图 30：中国新能源汽车销量&渗透率

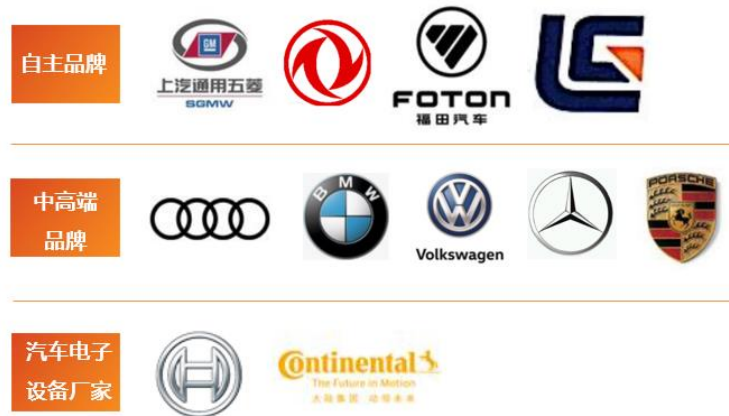


资料来源：中汽协、天风证券研究所

### 3.2.2. 布局完整全面 覆盖高中低端市场

公司汽车线束业务布局完善。业务分为三条主线，一是切入自主品牌线束业务供应链，夯实国内市场份额，由子公司重庆瑞润、合肥得润、柳州方盛、柳州双飞负责生产销售；二是通过成立合资公司，进入高端车型线束供应市场，由科世得润、意大利 Plati 负责生产；还有一部分是作为二级供应商，向汽车电子设备厂家比如博世、大陆供应连接器及线束产品。

图 31：线束业务主要客户



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- 1、**夯实自主品牌线束业务基础。**15 年公司收购柳州方盛 60% 股份，主要负责汽车线束总成、汽车电气系统研发、制造和销售，进一步提升汽车电子产品产能，主要客户有东风柳汽、上汽通用五菱、柳工集团等。17 年公司收购柳州双飞 60% 股权，客户有上汽通用五菱、东风柳汽、北汽福田等，延伸和扩展汽车连接器及线束产品线，覆盖更多层次和领域的汽车厂商客户，进一步完善了公司在汽车电气系统的产业布局。

**已具备独立开拓高端客户能力。**2019 年 2 月，公司控股子公司重庆瑞润首次获得一汽大众全新捷达（JETTA）车型整车线束产品业务订单，是公司在一汽大众客户市场的重要突破，标志着公司独立开拓高端客户的能力得到了市场的验证和认可，有利于平衡公司现有的业务结构，进一步巩固和增强了公司在高端领域的市场竞争力。

- 2、**通过合资进入高端车型线束市场。**2012 年 11 月，得润与德国最大的专业汽车电子连接器制造商之一 Kromberg & Schubert Group 成立合资公司科世得润。得润电子持有其 45% 股权，不纳入合并报表。Kromberg & Schubert Group 主要业务是为高端汽车配套线束，客户涵盖全球各大高端车型品牌：奥迪、宝马、奔驰、大众、保时捷等。得润通过与其成立合资公司，成功进入了高端车型线束供应市场。科世得润业绩高速增长，2018 年营收达到 10.5 亿，增速 62.61%，净利润实现 1.7 亿，增速 91.82%。合资工厂产

地分别位于江门和长春，研发基地位于上海：

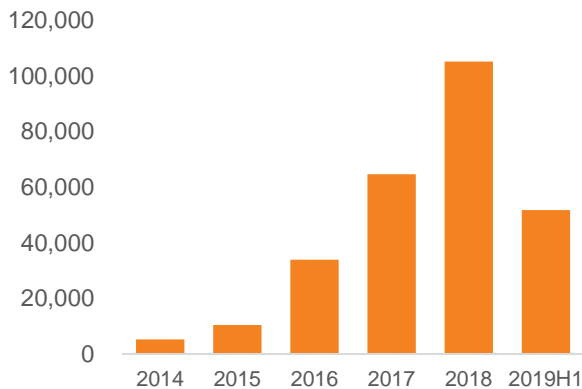
- **江门工厂**：主要客户是一汽大众(佛山工厂)，产品包括奥迪 A3/高尔夫嘉旅/T-Roc/奥迪 Q2；
- **长春工厂**：客户有北京奔驰和一汽大众，主要产品是新奥迪 A4 以及 ABS 线束；

图 32：合资公司科世得润



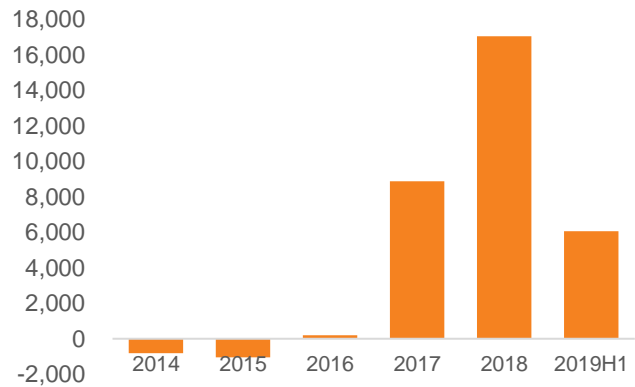
资料来源：汽车线束从业联盟、天风证券研究所

图 33：合资公司科世得润营业收入（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 34：合资公司科世得润净利润（万元）



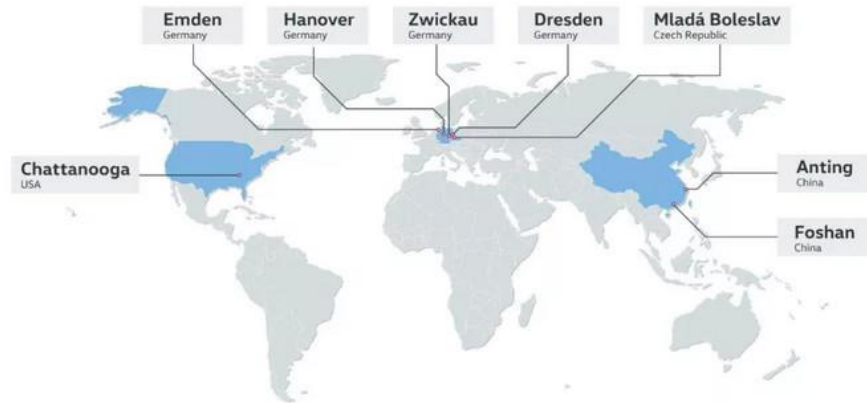
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2.3. 科世得润成为大众 MEB 电动车平台线束核心供应商

**大众开启 Roadmap E 战略，首推 MEB 平台。**2017 年大众正式推出 Roadmap E 战略，计划于 2025 年电动车年产量达到 300 万辆，旗下各品牌共计推出 80 款电动车型，包括 50 款纯电动和 30 款插混车型；于 2030 年旗下 300 余款车型均推出至少一款电动版本。并且从 2020 年起，推出 MEB 作为新能源汽车的主要生产平台，到 2022 年在全球范围内建成 8 间 MEB 纯电汽车工厂，其中德国 4 座，捷克 1 座，中国 2 座（安亭/佛山），美国 1 座，覆盖大众、奥迪、斯柯达、西亚特等品牌，预计在第一代架构的生命周期之内，MEB 将生产约 1000 万辆汽车。

图 35：大众 MEB 平台全球工厂

MEB AT 8 SITES ON 3 CONTINENTS BY 2022



资料来源：第一电动、天风证券研究所

科世得润陆续被确定为一汽-大众 MEB 电动车平台高压线束业务的本地化供应商、低压电池包线束供应商，产品涵盖大众品牌和奥迪品牌在 MEB 平台的多款电动车型，于 2020 年量产，生命周期产量超过 260 万辆，销售额将超过 41 亿元。自合资起，科世得润陆续获得多个高端线束项目供应订单：一汽大众 MEB 电动车平台低压、高压线束业务、T-Cross (VW216) 整车线束业务、MEB 低压电池包线束、奥迪 B9 ABS 线束项目、VW416 整车线束项目、VW316/7 整车线束项目的业务订单；尤其在高端汽车厂商新客户拓展方面，科世得润取得了全新突破，获得了沃尔沃汽车公司全新电气系统线束产品的业务订单，实现了全新电气系统产品的应用。大众 MEB 平台 2020 年即将量产，公司江门、长春工厂线束业务将快速放量。

表 3：公司高端汽车线束业务主要客户及项目

客户	项目	预计销售规模
一汽大众	2019.3: VW316/7 整车线束项目的供应商	
	2019.3: VW416 整车线束项目的供应商	预计销售额约为 21 亿元人民币。
	2018.3: MEB 高压线束供应商	生命周期产量超过 260 万辆，计划于 2020 年量产，生命周期内预计产品销售额将超过 41 亿元人民币
	2018.5: T-Cross:整车线束业务的供应商	预计销售额约为 14.5 亿元人民币。
一汽奥迪	2019.1: 奥迪 B9 ABS 线束项目的供应商	
科世得润	2016.5: 205/253/213 264 发电机起动机线束的本地化供应商	项目为发电机起动机线束包 (含铜、铝两种材质线束)，涉及北京奔驰全新 C 级、全新 E 级和 GLA/C 平台等车型 (包括新能源汽车车型)，年配套产量约 30 万辆
	2016.10: MRA2 (第二代纵置后驱模块化平台) 发电机起动机线束的本地化供应商	项目为发电机起动机线束包 (包含混合动力车型)，产品涵盖 MRA2 (第二代纵置后驱模块化平台) 项目的所有车型，项目生命周期产量约 230 万辆 (包含混合动力车型 25 万辆)
沃尔沃	2019.2: 全新电气系统线束产品的供应商	
重庆瑞润	一汽大众	2019.2: 全新捷达整车线束产品的供应商

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3. 欧洲新能源汽车拉动 车载充电机重庆工厂放量

#### 3.3.1. Meta 力争全球 OBC 核心供应商

公司于 2015 年收购意大利 Meta 公司 60% 股权，Meta System 成立于 1973 年，至今已有 40 余年历史，在汽车电子领域拥有成熟产品和客户资源。主要客户为欧洲中高端的汽车整车厂，包括 BMW、Daimler 奔驰、大众集团 (VW 和 Skoda)、菲亚特集团 (FCA)、标



致雪铁龙集团 (PSA), 以及部分全球龙头 Tier1 电装等。其业务包括:

1) **E-mobility**: 汽车功率控制, 及电动汽车车载充电模块; 在收购前就已成为为宝马 i3 的核心充电模块供应商。Meta 积累了丰富的车载充电机研发及生产经验, 是全球首家研发及生产出 22kw 高功率车载充电机的企业。

2) **Security**: 安全和告警传感器和控制单元, 包括前后感应雷达、车内微波监控、防盗及倾斜告警器等;

3) **Telematics**: 车联网模块, 用于对车辆行驶数据收集和追踪。Meta 为欧洲车联网领域解决方案领先供应商, 从 UBI 车险入手切入车联网市场。2003 年签首个意大利领先保险集团合作订单, 与欧洲汽车厂商和大型保险公司德国安联、优尼卡保险等都已长期合作。2018 上半年, 搭载公司 OBD 设备的车辆达到 800 万。欧洲市场市占率达 60%。2016 年 4 月, 公司和 mobileye 签订合作协议框架, 运用 Mobileye 技术向其提供 ADAS 及车联网整体解决方案, 包括硬件、软件、数据平台及综合应用管理, 通过 ADAS+车联网的综合解决方案实现。

图 36: Meta 主要业务领域



资料来源: meta 官网, 天风证券研究所

2015 年公司以 5682 欧元收购了 Meta60%的股权, 成为其控股股东。随后, 公司利用 meta 已有的成熟平台和资源, 不断加快其核心产品在全球市场的战略性布局与全面应用, Meta 先后成为 PSA、大众、保时捷、东风、宝马等国内外知名汽车厂商的供应商, 获得充足订单。

Meta 公司受二次增资, 公司仍纳入并表范围并拥有回购权。公司初始控股比例为 60%, 2017 年 12 月, 深圳远致富海以 1,500 万欧元增资 meta, 公司持股比例变更为 51%; 2019 年 7 月, 港荣集团增资入股 meta, 获得 22.02%股权, 公司虽股权比例下降为 35.09%, 但仍拥有控股权及回购权。港荣集团投资期 5 年, 退出方式为 Meta 独立上市或公司回购。回购价格为港荣集团实际投资款额加上投资期间按照年化 8%计算的基础收益之和, 期间, meta 仍在公司并表范围内。

图 37: meta 目前股权比例

序号	股东名称	变动前持股比例	变动后持股比例
1	得润欧洲	51.00%	35.09%
2	港荣集团 (及/或其指定投资人)	0	34.50%
3	China Alliance Investments Limited	26.13%	12.58%
4	深圳远致富海新能源产业有限公司	22.87%	17.83%
合计		100%	100%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



**Meta 公司估值水涨船高,目前已近 3.5 亿欧元。**2015 年公司以 5682 万欧元收购了 meta60% 股权,对应估值 0.95 亿欧元。从 2015 年首次收购至今,meta 公司估值增长了 2.6 倍,2019 年最后一次增资,港荣集团以 7626 万欧元获得了增资后 Meta 22.02% 股权,对应总体估值 3.46 亿欧元。

表 4: meta 估值水平变化

估值	对价 (万欧元)	股比 (%)	meta 估值 (亿欧元)
2015	5682	60%	0.95
2019	7626	22.02%	3.46

资料来源:公司公告,天风证券研究所

**Meta 积累深厚的技术资源和客户资源。**Meta 一直致力于电源管理系统方面的产品发展,有着深厚的技术积累,其车载充电机产品在充电功率、充电效率、集成度等方面均处于全球领先地位。近年来在新能源车载充电机产品持续加强研发投入,技术品质获得市场认可。目前中国大陆主流产品的功率一般在 3.3KW 到 7.2KW。**技术之外,Meta 为公司 OBC 业务带来优质的客户资源。**意大利 Meta 的 OBC 业务在原有客户中进一步扩大市场份额,目前公司车载充电机获得宝马、大众、保时捷、PSA 及东风、标致雪铁龙、上汽、吉利等国内外重要客户订单,标志着公司的车载充电机业务已获得全球性认可,目前也在为更多的国际知名品牌进行产品开发,未来将获得更多客户的产品订单。

表 5: meta 已获 OBC 订单情况

时间	客户	订单规模
2016 年 2 月	PSA	PSA 标致雪铁龙集团新一代纯电动及混合动力车型平台 OBC 项目全球供应商订单,预计生命周期产销量超过 80 万台
2016 年 7 月	东风	东风汽车 F15a-EV (东风风神 A60 纯电动车型) OBC 独家供应订单,生命周期产销量将超过 6 万台
2017 年 2 月	大众 MQB	一汽大众、上汽大众 MQB 平台 PHEV 和 BEV 车型 OBC 核心供应商订单,产品为 Meta 专门针对大众开发,采用了 Meta 全球领先的液体冷却技术,并大量采用了 IMS PCB (特殊预浸材料 PCB)、Bottom Entry (底部插针过孔技术) 等专有设计方案
2017 年 5 月	保时捷	全新一代电动汽车平台 Mission E 的 22KW 功率 OBC 独家供应商订单,功率是目前业界主流产品的三倍
2017 年 6 月	东风、神龙汽车	为东风汽车、标致雪铁龙集团、神龙汽车联合开发“电动版共用模块化平台 (eCMP)”项目的 OBC 全球独家供应商。预计有 10 多款基于 eCMP 平台的车型装备 Meta 全球领先的 OBC 充电机产品,整车累计销量将达到 50 万台。
2017 年 11 月	宝马 mini	宝马 MINI Cooper 品牌 OBC 全球独家供应商

资料来源:公司公告,天风证券研究所

**重庆璧山产业园产能释放为公司营收持续增长提供保障。**2016 年公司在重庆璧山建立意大利 Meta 生产基地,第一期设计产能为 100 万只车载充电模块,供应中国和欧洲市场;18 年 3 月份 Meta 自主研发与生产的新能源车载充电机在重庆璧山产业园成功下线;18 年下半年完成第一条流水线的安装调试工作,第一个项目东风 F15 正式在 8 月份量产,实现了新能源车载充电机在国内市场的产品交付。2020 年,重庆璧山产业园 30 万套产能陆续释放,将大大降低生产成本,满足中国市场和欧洲市场的需求未来随着客户产品订单的陆续量产,将对公司营收和盈利带来重要增量。

表 6: 重庆璧山投资情况

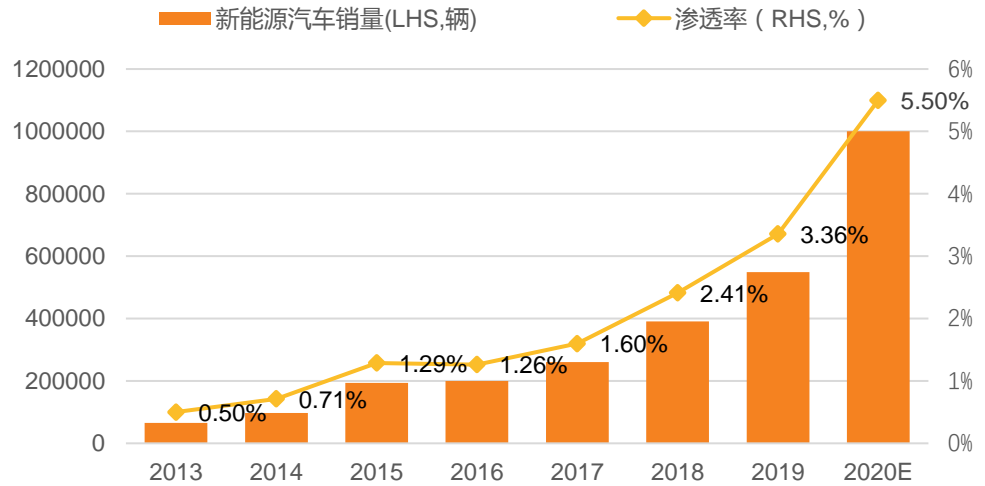
工程	投入资金	进度
璧山一期工程	72.98 百万元	已完工,开始投产
璧山二期工程	14.02 百万元	17.39%

资料来源:公司公告,天风证券研究所

### 3.3.2. 碳排放政策倒逼欧洲电动车销量快速增长

**欧洲新能源渗透率迅速增长。**欧洲新能源补贴、税收政策、碳排放法规政策共同推动了新能源市场的高增长。自 2015 年汽车碳排放目标值完成后,欧洲新一轮碳排放政策将于 2020 年实施,要求 95% 销售的新车型平均碳排放降低 95g/km,否则受到欧盟每辆车 95 欧元/克/公里的罚金处罚,2021 年该标准要求落实到全部新车型,碳排放政策实施将进一步带动欧洲电动车产销量高增长。2017 年至 2019 年,欧洲新能源汽车销量分别为 26 万、39 万、55 万辆,增速分别为 30%,50%,40%,19 年欧洲新能源汽车渗透率达到 3.36%。**我们预计 2020 年欧洲新能源销量或超 100 万辆,实现翻倍增长。**

图 38: 欧洲新能源汽车销量&渗透率



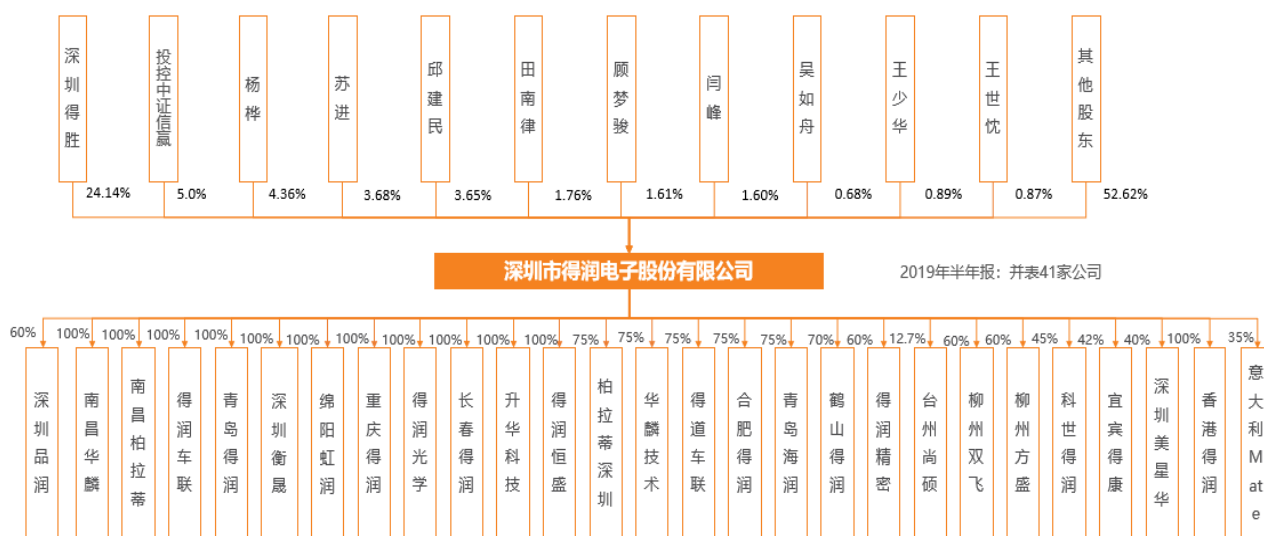
资料来源: marklines、天风证券研究所

## 4. 估值建模

### 4.1. 公司基本情况&财务分析

公司由邱氏兄弟控股，布局全球拥有 40+ 子公司。公司实际控制人为邱建民、邱为民兄弟，截止 2019H1，邱建民、邱为民兄弟通直接和间接合计持股 37.15%，第一大股东深圳得胜持股比例为 24.14%。公司在境内等多个省市均有设点，其中汽车业务主要在重庆、深圳、上海等地；境外分布于英国、意大利、卢森堡和印尼等地。2019H1，主要子公司合肥得润、科世得润、柳州双飞、意大利 Mate 分别实现利润 0.8 亿元、0.6 亿元、0.5 亿元和 -0.2 亿元。

图 39：公司股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

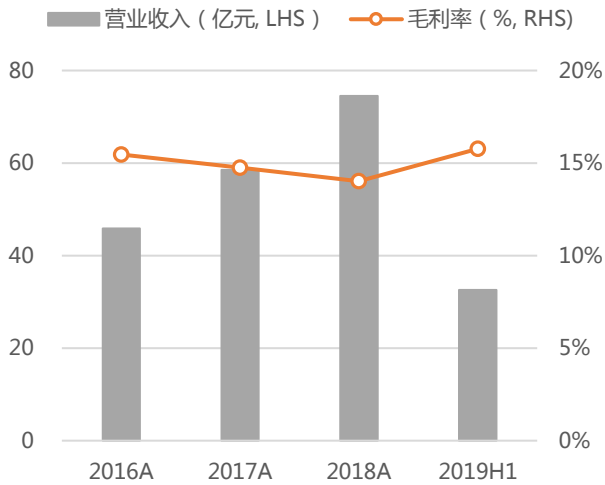
表 7：重要控股子公司业务及盈利情况（单位：万元）

公司名称	持股比例 (%)	主要产品或服务	2018			2019H1		
			总资产	净资产	净利润	总资产	净资产	净利润
合肥得润电子器件有限公司	75	生产销售电子连接器	157198.7	47898.5	2449.1	174813.6	50907.8	7876.6
深圳华麟电路技术有限公司	75	设计开发、生产经营柔性线路基材、柔性线路板	79744.3	19810.2	689.7	72890.4	21268.2	297.1
MetaSystem S.p.A.	35	生产销售汽车连接器	94682.0	3517.0	-10753.6	90680.9	1141.6	-1919.7
鹤山市得润电子科技有限公司	70	生产销售电子连接器	190885.2	127901.1	2703.2	195025.2	130475.3	2574.2
柳州市双飞汽车电器配件制造有限公司	60	生产销售汽车线束	228384.8	98549.4	14543.5	228290.2	103736.0	5006.1
广东科世得润汽车部件有限公司	45	生产销售汽车连接器	67373.7	28720.8	17029.2	68798.4	34775.0	6054.2
深圳得康电子有限公司	42	生产经营电子连接器	31531.6	2270.8	1000.4	30688.8	2916.4	645.6

资料来源：公司公告、天风证券研究所

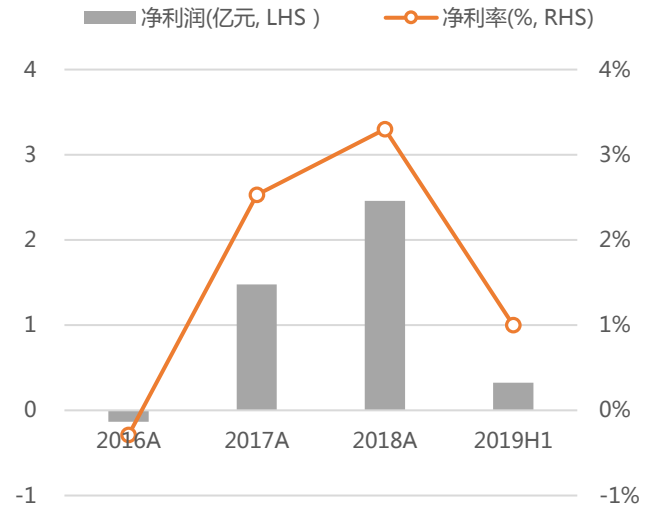
随 OBC 放量，公司业绩有望迎快速增长期。公司 2018 年营收为 74.5 亿元，2016-2018 年 CAGR 为 27.5%。利润方面，2016 年，由于柏拉蒂搬迁工厂，以及 Meta 前期市场开发和研发投入较大，导致亏损。2019 年，由于计提商誉及无形资产减值影响（约 6.9 亿），公司或亏损 4.8-5.9 亿元。但展望未来 3 年，公司“轻装上阵”，随 OBC 的持续放量，业绩有望迎快速增长期。

图 40：公司营业收入及毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

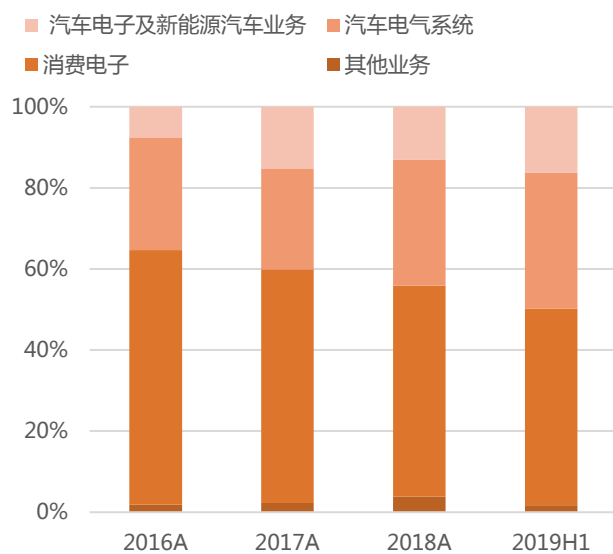
图 41：公司净利润及净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

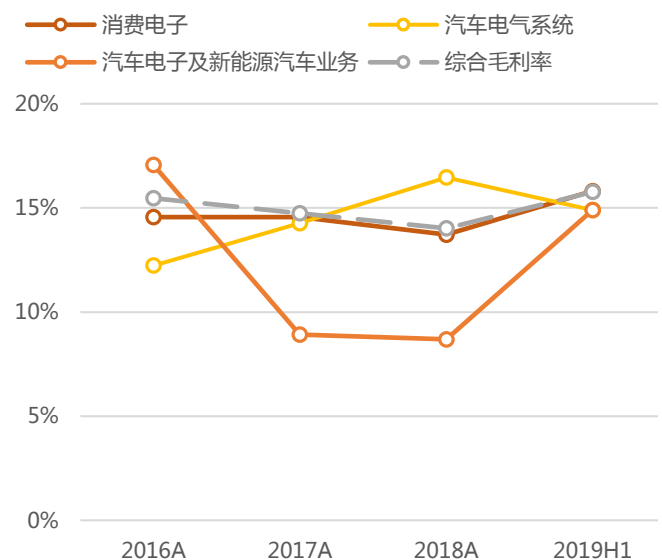
汽车业务比重逐步提升，毛利率拐点向上。2016 年-2019 年上半年，公司消费电子营收占比从 62.7% 下降到 48.5%，汽车业务则从 35.4% 上升至 49.8%。其中汽车电子及新能源汽车业务占比由 7.5% 升至 16.3%，并于 2019 年上半年实现向宝马、东风、PSA 的 PHEV 和 e-CMP 平台车型的批量供货。随重庆璧山生产基地落地，公司为 PSA、保时捷 Taycan、宝马 Mini Cooper 电动车爬坡准备好了充足的产能。此外，由于国内基地较低的制造成本加之规模化量产，该板块毛利率有望持续提升。

图 42：2016-2019H1 公司业务板块营业收入（单位%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 43：公司 2016-2019H1 业务板块毛利率（单位：%）

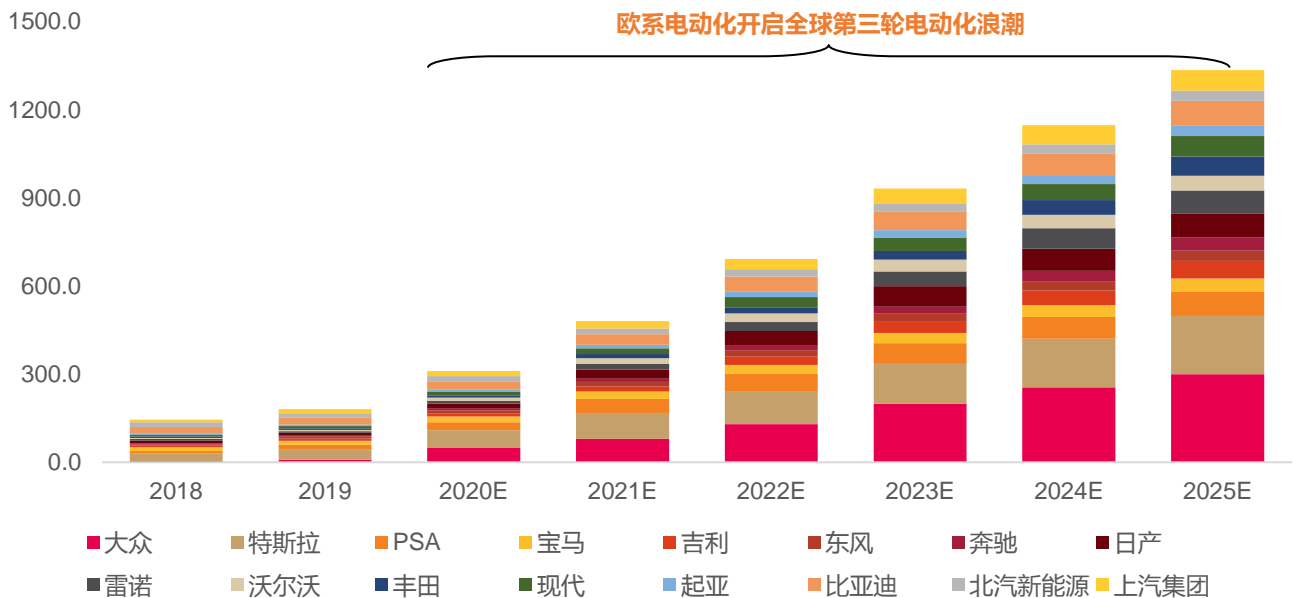


资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 4.2. 盈利预测&投资建议

全球电动车经历：①2014-2016 年第一轮电动化浪潮，推动力来自中国高补贴下的电动客车和微车；②2016-2019 年第二轮高端电动化浪潮，推动力来自特斯拉的史诗级创新；③第三轮电动化浪潮，就是 2020 开启的欧系电动化，推动力来自欧洲传统汽车巨头，三年电动转型进入收获期，包括大众、宝马、奔驰、PSA 等集团电动平台车型的全面上市和放量。

图 44：全球新能源车销量预测（2018-2025E）



资料来源：中汽协、Marklines、第一电动、天风证券研究所

新能源汽车产业链，经历两轮电动化浪潮后，龙头格局基本形成，我们继续重点推荐特斯拉产业链龙头。2020 年欧系电动浪潮将拉动新的成长龙头，创造下一个重大投资机遇，具备业绩增速高、成长空间大、估值弹性强的投资机遇。

得润电子业绩预测基于以下假设：

- 1、汽车电子及新能源业务：OBC 产品随着 PSA、Mini、保时捷订单爬坡，以及对欧洲车企的逐步渗透，营收将迎快速增长期。而毛利率有望逐年上升：1) 随重庆工厂的持续爬坡，生产重心将由原来成本高昂的意大利转移至重庆；2) 随订单落地，将大幅摊薄人员、折旧等成本。
- 2、汽车电气系统：稳步拓展，毛利率逐年恢复。一汽大众 MEB 订单逐步放量。
- 3、消费电子：稳步渗透、保持稳定增长；毛利率亦保持稳定。

表 8：得润电子业务分拆预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
主营业务收入（万元）	571,716	716,423	695,183	866,328	1,026,993	1,229,942
增速（%）	27%	25%	-3%	25%	19%	20%
毛利率（%）	14%	14%	16%	16%	17%	18%
消费电子（万元）	337,341	387,543	348,789	366,228	384,540	403,767
增速（%）	17%	15%	-10%	5%	5%	5%
毛利率（%）	15%	14%	16%	16%	16%	16%
汽车电气系统（万元）	145,510	231,856	220,263	237,100	251,900	268,400
增速（%）	14%	59%	-5%	8%	6%	7%

毛利率 (%)	14%	16%	15%	15%	16%	16%
汽车电子及新能源汽车业务 (万元)	88,864	97,024	126,131	263,000	390,553	557,775
增速 (%)	158%	9%	30%	109%	48%	43%
毛利率 (%)	9%	9%	15%	18%	20%	21%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2019 年至 2021 年，我们预计公司营业收入分别为 70.7、88.1、104.4 亿元，归母净利润分别为 -5.3、3.0（扣非）、4.5（扣非）亿元，EPS 分别为 -1.10、0.63、0.94 元/股。我们选取消费电子&汽车电子领域上市公司中的立讯精密、歌尔股份、长信科技、均胜电子、德赛西威作为可比公司。5 家可比公司对应 2020 年 PE 均值为 42 倍，给予公司 42 倍估值，对应目标价 26 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：得润电子可比公司分析（截止日期：2/26）

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE
			2018	2019E	2020E	2020E	
002475.SZ	立讯精密	2546.7	27.2	41.3	56.7	45	
002241.SZ	歌尔股份	808.7	8.7	12.8	19.0	43	
300088.SZ	长信科技	301.1	7.1	9.1	12.1	25	
600699.SH	均胜电子	385.3	13.2	11.0	13.5	29	
002920.SZ	德赛西威	240.9	4.2	2.3	3.5	68	
平均值		1010	415	19	25	42	
002055.SZ	得润电子	84.3	2.6	-5.5	3.0	28	

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 5. 风险提示

- 欧洲电动化进度低于预期：将使得公司 OBC 业务欧洲订单增长低于预期，整体产销规模预期下降，规模优势形成低于预期。
- 大众 MEB 平台销量低于预期：将使得公司线束业务拿到的发包量与签订单时的预计全生命周期规模不符，科世得润业绩规模低于预期。
- 家电及消费电子行业景气度低于预期：将影响公司基盘连接线业务的稳定增长态势，加大公司业绩波动的可能性。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,173.77	662.29	688.10	704.58	835.42
应收票据及应收账款	3,385.45	3,367.27	3,036.67	4,792.03	4,200.32
预付账款	133.40	114.83	90.44	177.04	137.02
存货	1,682.39	1,794.73	1,508.70	2,595.05	2,202.07
其他	427.36	749.00	303.35	828.02	544.98
<b>流动资产合计</b>	<b>6,802.36</b>	<b>6,688.12</b>	<b>5,627.26</b>	<b>9,096.73</b>	<b>7,919.81</b>
长期股权投资	97.67	276.30	276.30	276.30	276.30
固定资产	1,045.73	1,213.69	1,268.35	1,308.39	1,316.33
在建工程	181.38	146.72	232.03	229.22	197.53
无形资产	516.91	734.97	650.92	566.87	482.82
其他	943.29	1,103.15	952.69	960.48	978.41
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,784.98</b>	<b>3,474.83</b>	<b>3,380.28</b>	<b>3,341.25</b>	<b>3,251.39</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,587.34</b>	<b>10,162.95</b>	<b>9,007.54</b>	<b>12,437.98</b>	<b>11,171.21</b>
短期借款	2,249.99	2,857.91	2,500.00	3,573.75	2,937.67
应付票据及应付账款	2,551.25	2,405.39	2,153.35	3,868.88	2,889.65
其他	812.15	769.48	844.51	913.81	1,016.14
<b>流动负债合计</b>	<b>5,613.39</b>	<b>6,032.79</b>	<b>5,497.86</b>	<b>8,356.44</b>	<b>6,843.45</b>
长期借款	362.34	69.77	50.00	30.00	20.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	789.02	974.34	770.96	1,072.28	863.36
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,151.36</b>	<b>1,044.11</b>	<b>820.96</b>	<b>1,102.28</b>	<b>883.36</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,764.75</b>	<b>7,076.90</b>	<b>6,318.82</b>	<b>9,458.72</b>	<b>7,726.81</b>
少数股东权益	431.61	389.51	389.51	423.10	503.07
股本	467.14	479.69	479.69	479.69	479.69
资本公积	1,150.08	1,294.35	1,294.35	1,294.35	1,294.35
留存收益	1,966.30	2,348.23	1,819.52	2,076.46	2,461.63
其他	(1,192.55)	(1,425.73)	(1,294.35)	(1,294.35)	(1,294.35)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,822.59</b>	<b>3,086.06</b>	<b>2,688.72</b>	<b>2,979.26</b>	<b>3,444.40</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>9,587.34</b>	<b>10,162.95</b>	<b>9,007.54</b>	<b>12,437.98</b>	<b>11,171.21</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	147.96	245.97	(528.72)	302.29	453.14
折旧摊销	257.44	317.85	184.09	196.82	207.79
财务费用	150.80	182.24	171.78	201.95	214.26
投资损失	(82.98)	(314.67)	(60.00)	(120.00)	(145.00)
营运资金变动	(609.60)	(697.14)	880.01	(1,608.37)	427.90
其它	(37.70)	15.40	5.00	32.77	78.84
<b>经营活动现金流</b>	<b>(174.08)</b>	<b>(250.34)</b>	<b>652.15</b>	<b>(994.53)</b>	<b>1,236.93</b>
资本支出	681.61	635.62	443.38	76.18	81.42
长期投资	39.95	178.63	0.00	0.00	0.00
其他	(1,170.55)	(1,554.48)	(627.77)	(102.68)	(37.29)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(448.99)</b>	<b>(740.23)</b>	<b>(184.38)</b>	<b>(26.50)</b>	<b>44.13</b>
债权融资	2,765.40	3,117.85	2,716.29	4,001.10	3,133.10
股权融资	371.25	(105.85)	(40.39)	(201.95)	(214.26)
其他	(2,427.27)	(2,717.64)	(3,117.85)	(2,761.63)	(4,069.07)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>709.37</b>	<b>294.36</b>	<b>(441.95)</b>	<b>1,037.51</b>	<b>(1,150.23)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	30.00	20.00	10.00
<b>现金净增加额</b>	<b>86.31</b>	<b>(696.21)</b>	<b>55.82</b>	<b>36.48</b>	<b>140.84</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>5,851.03</b>	<b>7,454.11</b>	<b>7,071.83</b>	<b>8,807.28</b>	<b>10,442.73</b>
营业成本	4,987.88	6,408.75	5,946.18	7,327.56	8,584.28
营业税金及附加	32.73	40.57	35.36	44.04	52.21
营业费用	147.19	185.75	190.94	220.18	250.63
管理费用	362.94	475.38	495.03	572.47	668.33
研发费用	169.78	186.77	198.01	220.18	261.07
财务费用	118.72	173.74	171.78	201.95	214.26
资产减值损失	20.59	100.20	690.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(8.23)	1.02	5.00	(0.81)	(1.12)
投资净收益	82.98	314.67	90.00	140.00	155.00
其他	(211.87)	(685.01)	(190.00)	(278.37)	(307.75)
<b>营业利润</b>	<b>148.33</b>	<b>252.27</b>	<b>(560.46)</b>	<b>360.09</b>	<b>565.83</b>
营业外收入	13.24	10.01	3.00	15.00	30.00
营业外支出	10.58	15.50	11.05	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>150.99</b>	<b>246.78</b>	<b>(568.51)</b>	<b>365.09</b>	<b>585.83</b>
所得税	3.04	0.81	(39.80)	29.21	52.72
<b>净利润</b>	<b>147.96</b>	<b>245.97</b>	<b>(528.72)</b>	<b>335.88</b>	<b>533.11</b>
少数股东损益	(26.80)	(15.05)	0.00	33.59	79.97
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>174.76</b>	<b>261.02</b>	<b>(528.72)</b>	<b>302.29</b>	<b>453.14</b>
每股收益(元)	0.36	0.54	(1.10)	0.63	0.94

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	27.65%	27.40%	-5.13%	24.54%	18.57%
营业利润	-343.46%	70.07%	-322.17%	-164.25%	57.14%
归属于母公司净利润	351.85%	49.37%	-302.56%	157.17%	49.90%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.75%	14.02%	15.92%	16.80%	17.80%
净利率	2.99%	3.50%	-7.48%	3.43%	4.34%
ROE	7.31%	9.68%	-23.00%	11.83%	15.41%
ROIC	10.16%	10.65%	-7.29%	12.08%	12.17%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	70.56%	69.63%	70.15%	76.05%	69.17%
净负债率	56.39%	79.57%	75.43%	110.65%	66.71%
流动比率	1.21	1.11	1.02	1.09	1.16
速动比率	0.91	0.81	0.75	0.78	0.84
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.00	2.21	2.21	2.25	2.32
存货周转率	4.03	4.29	4.28	4.29	4.35
总资产周转率	0.70	0.75	0.74	0.82	0.88
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.36	0.54	-1.10	0.63	0.94
每股经营现金流	-0.36	-0.52	1.36	-2.07	2.58
每股净资产	4.98	5.62	4.79	5.33	6.13
<b>估值比率</b>					
市盈率	48.23	32.29	-15.94	27.88	18.60
市净率	3.53	3.13	3.67	3.30	2.87
EV/EBITDA	25.51	8.11	-50.87	15.42	10.90
EV/EBIT	54.44	12.34	-26.78	20.82	13.80

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com